

加强影子银行风险监管刻不容缓

策划词

近年来，随着中国“金融脱媒”和大量表外资产的出现，影子银行发展迅速。影子银行对中国信贷投放产生重要影响，一是银行可自由运用资金比率下降；二是脱媒资金流向直接融资市场，直接融资规模增加。提高影子银行自有资本金充足率的要求，加强内部控制，完善信息披露制度，控制业务风险，进而建立全方位



□ 张莱楠

A 美国影子银行导致的金融危机

影子银行已经深刻改变了美国的金融结构与金融运行的模式，在美国，影子银行系早已成为美国货币创造的主体之一。在2007年初，美国影子银行系统的总资产大约65万亿美元，而当时美国五大银行的总资产大约6万亿美元。据初步统计，如果将美国次贷危机前所有的金融资产（包括担保债务凭证(CDO)、信贷违约掉期(CDS)、各种金融衍生合约以及可以交易和转让的各种资产等）价值都计算在内，虚拟资产总额达到400万亿至500万亿美元。因此，影子银行体系已经成为与传统银行体系平行的金融系统，其规模和影响力非常巨大。

影子银行的个体性风险加上其迅速膨胀的规模，成为引发美国整个金融系统风险的重要因素。最典型的例子是信用违约掉期。信用违约掉期是一种类似损失保险的金融合约，债权人通过购买这类合约（类似支付保险费）的方式，将债务违约风险转移。在2001至2006美国房地产市场如火如荼

茶的几年里，贪婪的投资银行发现，CDS向下损失的风险不过是些保费，而向上的收益则极其诱人。投行把那些次级房地产贷款分类打包成债权出售给通过低利率杠杆握有大把美元的对冲基金们，同时买入CDS对冲风险。这样，在CDS作为固定收益资产提供一种保险情况下，信用评级机构给债券的评级也是高级别的，发行债券的成本也就大大降低，同时出售CDS的机构在房价上涨，违约率几乎为零的情况下，不用持有实际债券也能发行CDS。这导致了CDS的急速膨胀。1997年，这个市场还只有1800亿美元规模，但是到2008年，全球CDS信用违约掉期市场交易已经达到62万亿美元。这样，由于CDS过度交易等带来的杠杆放大，风险自然地转移分散到银行业系统和金融市场之中，这也使得整个金融体系暴露在一个巨大的系统性风险之下，并随着美国房地产价格下跌引发了全球连锁性的金融危机。

B 中国影子银行系统迅速发展

应该讲，影子银行在某种程度上

是一国金融发展深化的产物。事实上，改革开放30多年来，以银行信贷为主的间接融资占据我国社会融资总量的80%至90%，构成社会融资及货币供应的绝对主力。比如，2002年人民币贷款占比为92%。央行货币政策调控也可以简略概括为：根据GDP增速确定广义货币供应量M2的大致增速，并将之折算为当年新增贷款规模。央行货币政策目标名义瞄准M2，实质只须控制住信贷规模。

然而近年来，随着中国金融脱媒和大量表外资产的出现，影子银行发展迅速，表内信贷增长量已不能完全反映全社会的资金供求状况，特别是金融总量快速扩张，金融结构多元发展，金融产品和融资工具不断创新，证券、保险类机构对实体经济资金支持加大，商业银行表外业务对贷款表现出明显替代效应；另一方面，其他融资方式发展迅速，银行贷款在社会融资总量中的比重下降。2010年新增人民币贷款以外融资633万亿元，为同期新增人民币贷款的797%。而在2002年，新增人民币贷款以外融资1614亿元，仅为同期新增人民币贷款的87%。从央行最新公布的社会融资

总量数据来看，贷款占比呈下降趋势，由2002年的92%，下降至今年一季度的53.5%。

中国在全球货币存量之高是不争的事实。近几年，中国的基础货币并没有增长太快，但整体流动性增长却十分迅速。这说明，货币主要不是央行外生供给的，而是产生于为投资而融资和资本资产头寸融资的过程中，而这其中影子银行的作用最为突出。

C 影子银行孕育风险缺乏监管

面对不断活跃的金融创新与规避信贷规模管制的冲动，央行对近年来不断涌现的新型金融机构和金融工具的监管存在不足。目前的监管框架着重于商业银行资产负债表数据，对衍生产品表外业务、结构化产品、或有资产负债等缺乏关注。

影子银行对中国信贷投放产生重要影响，主要表现在两个方面。一是银行可自由运用资金比率下降；二是脱媒资金流向直接融资市场，直接融资规模增加。当前央行把管理流动性总闸门作为调控重点，收紧银根，对银行的信贷额度进行限制。然而，由于对影子银行游离于监管之外，很多银行将贷款转成被信托公司打包的金融产品，这些被轻度监管的信托公司再将资金投资于实物、基础设施、金融工具和高风险高回报的领域，比如股票市场、房地产等，并通过资产抵押以及股权持有等方式使更多的主体联系在一起，而一旦资产价格出现大幅波动，这些主体也就形成了一个紧密相连的风险组合。

因此，提高影子银行自有资本金充足率的要求，加强内部控制，完善信息披露制度，控制业务风险，进而建立全方位的金融调控体系和风险监控体系已经刻不容缓。

相关链接

所谓影子银行是指通过杠杆操作持有大量证券、债券和复杂金融工具等的金融中间机构，包括投资银行、对冲基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资工具等非银行金融机构，在全球范围内，影子银行要比传统银行增长更加快速，并游离于现有的金融监管体系之外，因此发生金融风险的概率也较大。

为了更准确地观察国家经济变化的趋势，回顾经济社会发展的历程很有必要，通过历史演进轨迹可看清未来方向，通过历史数据也可发现未来经济发展的可能性和合理逻辑。1978年之于中国是个决定历史命运的年份，土地所有权和经营权开始了历史性分离，土地经营权回归农民手中，社会由此释放出巨大的财富创造能量，制度性变革激发了生产活力。1992年之于中国也是个决定发展路径的历史年份，市场经济的路径选择为中国经济发展导入了新生动力，用市场配置资源的方式激发了城市工商业经济的活力。而从历史坐标看，2011年是中国经济转型的历史性年份，因此，以政府主导的投资模式，确实需要注入变革的元素，这将决定我们最终是否能通过内生的制度性变革给经济发展带来持久的推动力。

这么看来，从风险比较集中的投融资体制入手加强监管，不仅是防范和化解金融风险的需要，也是从根本上转变经济结构，彻底改变政府过多介入经济发展、甚至长期负债性发展的路径。而经济转型的题中应有之义之一，应包含政府管理经济的职能，以及市场发展经济的职能这两个边界的科学划分。让政府完全回归经济社会管理职能，让市场主体完全承担经济发展强大职能，如此研究和解决地方政府投融资平台问题，化解金融风险积聚就能找到“钥匙”。

引导民间资金“化身”天使投资

当前，我国民间有大量富余资金在寻找出路，但同时也有4000多万中小企业面临融资难问题。应因势利导、多管齐下，引导民间资金“化身”天使投资，促进经济发展方式加快转变。



□ 张国华

当前，我国要加快转变经济发展方式，实现经济发展由主要靠粗放型投资驱动转向靠创新驱动，就迫切需要加快创新型中小企业的发展，进而迫切需要加快我国天使投资业的发展。

改革开放30多年来，我国民间资本得到迅速扩张，但我国资本市场体系总体上还不够完善、发达，大量民间资本投资缺乏有效渠道，于是各种“炒房团”、“炒煤团”等应运而生，出现了“蒜你狠”、“逗你玩”等许多资金炒作事件。促进天使投资的健康发展，有利于引导我国民间充裕资金进入实体创新企业，减少通货膨胀压力。

而随着经济的发展，我国已成为世界第二大经济体，积累了大量的民间资本。2010年末，我国城乡居民人民币储蓄存款余额超过了30万亿元。民间充裕资金的存在，为天使资本市场的发展提供了充足的资金源泉。特别是北京、上海、浙江、广东、江苏等富有省市，一大批高收入群体拥有充足的财力和丰富的理财经验，完全有能力成为活跃的天使投资人。

为此，我们应该因势利导，多管齐下，引导民间资金“化身”天使投资。

首先，政府应鼓励和利用现有科研院所或建立培训天使投资者院校专门开展对天使投资者的培训活动。各级政府和相关机构应通过网络、电视等大力营销、普及天使投资知识，引导人们树立正确的投资理念；通过相关的培训活动或研讨会，交流国内外天使投资的成功经验，用谷歌、搜狐等真实、典型的案例唤起富裕人群参与天使投资的热情。

其次是采取税收抵扣、匹配投资、贴息、担保等政策鼓励天使投资。税收激励措施是政府促进天使投资发展的重要手段，天使投资的风险比一般的风险投资还要大，如果不给予较多的优惠政策，很少有人愿意涉足该领域。

而中国目前对高科技创新企业实行优惠税率，对创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业2年以上的，可以按照其投资额的70%在股权持有满2年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。

但是这些政策在执行过程大多只适用于有限责任公司和股份公司制创投企业，对合伙制创投不适用，这无疑对发展天使投资是不利的，因天使投资多数是合伙制企业。必须加大相关政策落

实的协调，鼓励地方税务部门对合伙制创投出台各自适应的税收优惠，推动天使投资发展。

三是强化区域信用体系，特别是社区良好信用环境建设。天使投资作为一种直接建立在人与人之间信任基础上的投资方式，如果没有良好的社会信用制度来支撑，是难以壮大和持续的。

必须加快建立完善的社会信用体系，通过严格的奖惩制度，鼓励人们诚实守信，加大失信的成本，尽快改变目前社会信用普遍缺失的现状，这不仅是保证包括天使投资在内的风险投资高效运转和良性循环的前提，也是整个社会主义市场经济和谐发展的基础条件。

四是鼓励建立比较紧密的天使投资者组织和信息网络。政府要鼓励引导天使投资者组建各种行业或“俱乐部”性组织，开展论坛、讨论会等，促进信息的交流和提高天使投资的专业水平，建立平台性网络帮助天使投资者与创新创业型企业(或项目)有效对接。

比如政府可以考虑建设类似美国ACE-Net的网络平台，在这一平台上，小企业可以公布他们的商业计划书，让投资者直接和创业者沟通、交流，并有组织培训和座谈。

五是强化优化有关天使投资的法治环境。比如建立天使投资人的资格认定制度，以避免投资欺诈或非法集资等事件的发生。像美国证券管理协会(SEC)就规定，个人投资者的资产净值必须在100万美元以上或个人年收入20万美元、夫妇双方年收入30万美元以上，才有资格成为天使投资人。

要以法律手段推动非上市公司财务管理等走上规范化轨道，减少财务会计信息失真情况；推动各级政府和金融机构的工商、税务、信贷等相关信息适度公开透明，便于天使投资者了解和把握投资企业的一些信息，提高投资积极性。

此外，要优化天使投资退出的政策市场环境。进一步加快创业板、新三板市场等的发展，为天使投资的良性循环发展创造必要条件。

相关链接

什么是天使投资？美国新罕布什尔大学的风险投资研究中心，把具有一定闲置资本的个人对在种子期、具有巨大发展潜力的技术项目或初创企业进行的权益资本投资称为天使投资。天使投资往往是由那些有技术或企业背景

的富裕的个人提供的，这些人则被称为天使投资者。

(作者单位：上海市委研究室)

及时规范、清理地方融资平台贷款，不仅是防范和化解金融风险的需要，也是从根本上转变经济结构，改变政府过多介入经济发展、甚至长期负债性发展的路径。科学划分政府管理经济的职能、市场发展经济的职能这两个边界，让政府完全回归经济社会管理职能，让市场主体完全承担经济发展强大职能，就能找到化解金融风险的“钥匙”。

□ 温建宁

央行6月1日公布的《2010中国区域金融运行报告》，最大、也是最吸引人之处，就是详细、完整地给出了对地方政府融资平台贷款评判的最新官方口径。经过对地方融资平台贷款的清理规范工作，贷款增速平稳收缩，由50%以上降到20%以下，缓解了持续高速增长态势，也局部解除社会对政府融资平台风险的过度担忧。但该报告未能全面消除国人对平台贷款风险未来持续行“注目礼”的特殊关注。

融资平台累计风险加大

在尝到了融资平台能源源不断供

化解各地融资平台风险的可靠路径

应资金的甜头后，地方政府热衷设立各种平台性公司运作其“招商引资”项目，这类公司无论数量上的增长，还是平台运行资金数目的增长，其累计风险已到了不可忽视的程度。

经济主动转型，少不了解决结构问题，而地方政府投资扩大化恰是最为突出的结构问题，甚至有局部地区存在投资盲目攀比，缺乏约束边际疯狂“烧钱”重复投资的倾向，其投融资平台正好扮演了筹集资金的关键角色，为满足各种建设项目急迫需求，平台实际运行中难免经常超越合法边界，过量融资、高风险使用资金事件多有发生，甚至局部性绕开了金融部门的必要监管。地方政府这种不顾自身财务承受能力的市场介入，完全超越现实的对商业化“经营城市”的深度迷恋，虽然一时间带来了城市面貌的改观，但偿债风险在融资平台的不断累计和增长，不但给地方政府信用累计了巨大潜损失，也给地方财政能力造成支付压力和风险。及时规范清理地方融资平台贷款，有助于规避和化解地方债务风险，防范过度透支政府信用诱发金融体系风险。

当前为地方政府发放的融资平台贷款，多以质押或抵押土地权属方式“空转”运作，其风险相对聚集于土地价值变动上，所以一定程度上深受房地产价格变动的直接影响，不仅缺乏风险分散化避险的机制，而且和高风险资产关联度过高缺乏转移渠道。

一旦房地产行业出现周期性拐点，价格走势无法维持连续不断的上涨，地方政府投融资平台风险显性化将不可避免。

化解金融风险积聚就能找到“钥匙”

央行坚定不移推进稳健回归常态的货币政策，需要从融资总量上管理和调控全社会货币供给。笔者理解，这不仅包括了从商业银行信贷投放这个货币出口的限量管理，而且也应包括对地方政府投融资平台这个货币使用出口的宏观管理和抑制，否则央行无论多少次加息或调准备金率，吸收流动性的努力都会被地方政府动辄数百亿、上千亿元的投资冲动和建设项目冲抵掉，从而导致货币在不同执行层面松紧程度巨大的落差，一方面金融体系因货币政策偏紧而资金饥渴症严重，另一方面地方政府融资平台依然大手笔操作，对抑制通胀起了反向的消极作用。

央行报告显示，地方融资平台的土地权抵押贷款占比超过20%，如果放在经济状况较好的时期，尚在合理可控的范围之内，可一旦经济高位回落成为现实，地税收入放缓，土地转让收益骤减等不利因素叠加出现，地方政府偿债能力必然会减弱，聚集在融资平台上的风险，将影响社会方方面面。